



股票市场羊群行为的激发机制探析

厦门大学管理学院 05 级企业管理系本科财务管理专业 王鼎

摘 要：羊群效应在股票市场上极为常见，行为金融用其来解释股市波动、非理性繁荣等金融现象，本文从心理学角度，在探讨羊群行为背后各种心理机制关联性的基础上，提出羊群行为的激发三阶段“倾向——权衡——消除疑虑”，并对影响羊群行为的其他因素进行分析，希望对进一步研究投资者行为提供参考。

关键词：羊群行为；倾向；权衡；疑虑消除

中图分类号：F01

文献标识码：A

文章编号：1006-4117 (2008) 5-0042-01

羊群行为是股票市场上常见的一种投资者行为，即个人的观念与心理在社会群体的引导或压力下发生改变，从而放弃自身原有的主见而向着与大多数人一致的方向变化的心理现象。目前，学术界对羊群行为已经作了许多研究，但主要都是集中在对其现象的描述、用事实印证现象的存在以及分析该现象导致的市场后果三个方面，而对其背后的成因探析则比较缺乏。对此，本文从心理学角度，在探讨羊群行为背后各种心理机制关联性的基础上，提出羊群行为的激发三阶段“倾向——权衡——消除疑虑”，并对影响羊群行为的其他因素进行了分析。

一、文献综述

随着近几十年来，诸如“股利之谜”、“股权溢价之谜”、“波动率之谜”、“红利之谜”、“封闭式基金折价之谜”等股票市场大量异象的出现，发端于 20 世纪 50 年代的“行为金融学”越来越成为学术界关注的焦点，并对以“理性人”假设为基础的古典金融理论的权威地位发出挑战。

尽管行为金融还不是很成熟的理论，但学术界已经做了许多有关这方面的研究。其中，John R. Nofsinger 在《投资心理学》中通过大量的实例分析，印证了这些效应所导致的偏差行为的存在，并有针对性地提出战胜心理偏差的方法^[1]。彭惠（2000）在《信息不对称下的羊群行为与泡沫》中运用微观结构理论进行分析^[2]，得出信息不对称是羊群和泡沫现象产生的原因。姜婷婷（2006）在《基于行为金融理论的中国证券投资基金羊群行为研究》中，结合中国市场的具体情况，运用行为金融理论对羊群行为特征进行解释和分析，并试图提出相应对策和建议^[3]。

可以发现，目前有关羊群行为的研究还存在一定的局限性，偏重于探讨羊群行为本身的表现特征以及由此产生的市场后果，而对羊群行为背后的形成机制则较少涉猎。因此，笔者通过相关知识的运用，对投资者羊群行为形成的各种心理机制进行探讨，进一步了解投资者心态。

二、模式构建

股票市场中羊群行为的产生，需经历“倾向——权衡——消除疑虑”三个阶段，并且市场中投资者的构成情况、文化背景、投资者的规模都会对羊群行为的强度产生影响。

（一）投资者的假设。第一个限定，他是整个市场中的一个投资者而非某个团队中的一个投资者，这样做是为了排除团队阻力，团队的目标、规范等因素的干扰。第二个限定，他应是小额投资者，这样他对市场的影响微乎其微，他是市场

信息和价格的接受者。

（二）股票市场中的羊群行为。现实的市场中，羊群行为已被证明广泛存在，行为金融学家们认为，它放大了人们的心理偏差，使人们的投资决策以“羊群”的感觉为依据，而不是以正规的分析为依据，因此它导致了股票市场的过度波动，在某些时期，它甚至导演了股票市场在“非理性繁荣”后迅速走向崩盘。

（三）羊群行为的心理机制。要探讨羊群行为背后的激发机制，必须从单个的投资者入手，在这里，笔者就投资者的“羊群思维”形成过程分几个阶段探讨：

1. 倾向：正如文章前面所提到的那样，这里的投资者处在遍及整个市场的投资者群体中，因此群体背景对个体的影响非常明显。群体对个体投资者的作用，主要有两个方面，“社会干扰”与“社会惰化”。

（1）社会干扰：所谓的社会干扰即指别人在场或与别人一起活动导致个人行为效率的下降。心理学家扎琼克（R. B. Zajonc）和卡特莱尔（N. B. Cottrell）等人在 60 年代的研究证实了这种干扰机制的存在，但是他们也指出只有在个体从事需要一系列判断、推理的复杂思维工作时，这种群体背景引发的干扰机制才可能会发生效用，否则，群体背景将表现为社会助长。结论：股票市场上的投资者群体背景对个体投资者产生干扰作用是因为投资者所从事的活动太过复杂，它涉及到对市场上诸如投资者行为信息、金融机构的决策信息、上市公司的政策信息以及政府的调控信息等大量信息的收集、过滤、处理和分析工作，于是在这样的环境中，投资者个人的行动效率将有所下降，进一步导致投资者在很多情况下显得无所适从，需要一个确定参照来进行指导。同时又由于后悔厌恶，使得投资者担心如果群体决策证明是正确的而自己却没有跟进，这会给自己带来更大的痛苦，于是一致倾向会更加强烈。

（2）社会惰化：所谓的社会惰化，即指群体一起完成一件事情时，个人所付出的努力比单独完成时偏少的现象。股票市场上同样存在着社会惰化的现象，庞大的投资者群体的存在使得单个投资者不会太努力的去收集信息，他们更倾向于追寻着别人的分析成果来进行投资即“搭便车”，而在这众多的分析成果中，多数人追寻的投资策略自然会更加可靠一些，于是，群体一致倾向产生。

综上所述，社会干扰和社会惰化激发了投资者的群体一致性倾向。如果这种一致性倾向强烈，那么投资者将直接选择追

随“羊群”从而导致“羊群行为”的产生，如果一致性倾向并不强烈，那么投资者将继续经历下面的阶段。

2. 权衡：在这一阶段，笔者主要关注两个方面，博弈与预期。

(1) 博弈：当个体投资者无法确定是否追随“羊群决策”时，便会动用心理博弈来帮助他们做出决定。一般来说，个体投资者会在脑子里构筑如下图所示的博弈图形。图中有两个行为主体，分别是“个体投资者”和“群体”，其中“+”代表投资，而“-”号代表不投资。双方不同的决策组合所带来的损益在图形中表现的非常直观，是否获益完全取决于群体行为，一旦群体投资，将会导致羊群效应的繁荣，但群体不投资也不会对市场产生大的变动。这里有一个地方需要特别说明，就是矩阵左下角方框内的(-1)，之所以在这里加了(-)，主要是因为事实上当群体决定不投资而个体投资时，并不必然的会带来个体投资者的损失（其实甚至损失的可能性很小），但是当投资者运用这个图形来为自己的决策寻找依据时，他对(-1)的感觉与-1的感觉几乎是相同的，因为根据心理学的知识，我们知道，人们都是不确定性厌恶的，为了减少这种不确定性所带来的厌恶感，人们会把这种可能的损失当成是必然实现的损失，这也符合人们简化事实的思维逻辑。在这个博弈中存在着两个纳什均衡，既矩阵左上角的(1,1)和矩阵右下角的(0,0)，可见，无论群体选择那种行为——投资或者不投资，追随群体进行投资决策都是个体投资所能做出的最好的行为，而在真实的市场中，由于群体行为一般也都是先于个体投资者行为出现的，这也就为这种追随行为提供了可能。

		个 体 投 资 者	
群 体		+	-
	+	1 , 1	1 , 0
	-	0 (-1)	0 , 0

图1 个体投资者的心理博弈图

(2) 预期：除了运用刚才笔者所展示的博弈图形来为自己的羊群追随寻找依据外，个体投资者还会对其他个体投资者进行预期来增强自己的信心。他们会认为其他投资者也会建立和自己相同的博弈图形，于是做出羊群追随的决策符合利益最大化，这时共同加入“羊群”是再好不过的选择了，因为单方面退出羊群并不会使自己获利，尽管它可能造成别人的损失。

综上所述，在经历这个阶段后，投资者已经不再仅仅是有群体一致性倾向了，他们已经为自己找到了加入“羊群”的充分理由，羊群行为随即产生。但是笔者也不能忽略另一部分我们称之为“优柔寡断”的投资者，他们似乎还对自己的论证抱有疑虑，这样，就需要经历第三个步骤——消除疑虑。

3. 消除疑虑：在这一阶段，投资者会对刚刚的决策过程进行检视，或许他们还在害怕，但是后悔厌恶会使他们的这种疑虑得以消除，在前面的文章中笔者已经谈到，由于这种心理机制的存在，后悔带来的痛苦远比因错误引起的损失带来的痛苦要大的多，于是，人们在决策时倾向于避免将来可能的后悔。

经过上面的三个步骤之后，投资者终于迈入群羊行列，于

是产生了羊群行为。

(四) 影响羊群行为的因素。前面，笔者已经就个体投资者产生羊群行为的心理机制进行了阐释，为了文章的完整性，笔者有必要就影响羊群行为的因素再做一下说明，笔者认为，影响羊群行为的因素，一般有以下几种：

1. 投资者的构成：(1) 性别差异：许多研究发现，女性比男性有更强烈的社会遵从倾向，一般认为这一结果是由于过度自信引起的，布拉德·巴伯(Brad Barber)和特伦斯·奥迪恩(Terrance Odean)的实验证明，男性投资者比女性投资者更加过分自信，由于女性对自己的决策存在更多的怀疑，于是她们更倾向于羊群追随^[1]。(2) 年龄结构：一般来说，年纪较大的投资者的抗风险能力更弱，更可能向群体决策寻找心理依托，于是，当一个国家的投资者的年龄结构偏大时，这个国家的金融市场将表现更多更强烈的羊群效应。我国个体投资者中40岁以上的占49.42%，30岁以下的仅占21.78%，投资者队伍呈老龄化。而国内的许多学者的研究成果也表明我国证券市场的羊群行为程度高于美国证券市场^[5]。

2. 文化背景的影响：研究表明，中国人的从众心态比起外国人来说要强的得多，这是受中国传统儒家文化的影响，而从众心态越强的群体往往羊群效应也越强。上面笔者所举的国内学者实证研究得出的中国券市场的羊群行为程度高于美国证券市场的结论正好印证了这一点^[6]。

3. 群体规模：有学者认为群体规模越大越使个体感到更值得信赖，羊群行为的强度会越高。但是阿希(S. Asch)在1951年的研究却发现，当群体成员达到四人以上时，群体规模的增加就不再引起从众率的变化^[7]。运用到我们所要论述的问题，也就是说，群体规模只有在一定范围内影响羊群行为的强度。

三、 结 论

本文探讨了股票市场上羊群行为的激发机制，在论述这一机制时，笔者运用了大量的心理学知识，将这一机制细化为三个阶段并详细的分析了这三个阶段的内在关联性，构成了“倾向——权衡——消除疑虑”这样一个比较完整的羊群行为激发体系。而在构筑激发机制之后，笔者还就影响羊群行为的因素进行了说明，使得有关羊群行为的论述更为完整。当然，由于笔者知识的限制，本文还存在着一些不足，突出的表现在以下几个方面：1. 过多的偏重于理论论证和引证，并没有进行实例研究，缺乏现实的检验。2. 偏重于逻辑上的推理，并没有太多模型上的分析。

笔者在以后的研究中会注意这些方面的改进。

参考文献：

- [1] 约翰·诺夫辛格，《投资心理学》，北京：北京大学出版社，2005
- [2] 彭惠，“信息不对称下的羊群行为与泡沫”，《金融研究》，2000，11：5-19
- [3] 姜婷婷，“基于行为金融理论的中国证券投资基金羊群行为研究”，《科技创业月刊》，2006，6：38-39
- [4] 约翰·诺夫辛格，《投资心理学》，北京：北京大学出版社，2005
- [5] 何剑、刘少波，“行为金融理论及其中国实践”，《中央财经大学学报》，2005，7：19-23
- [6] 杨秀萍、王素霞，“行为金融学的投资者风险偏好探析”，《四川大学学报》，2006，1：24-29
- [7] 章志光，《社会心理学》，北京：人民教育出版社，1996